Postbus 75283, 1070 AG AMSTERDAM

De Minister voor Wonen en Rijksdienst drs. S.A. Blok
Postbus 20011
2500 EA Den Haag

Amsterdam,
4 november 2013

Bezoekadres
Gustav Mahlerplein 3
1082 MS Amsterdam

Bijlage(n)
-

Ons kenmerk
-

Uw kenmerk
2013-0000365745

Onderwerp: **Beleggingsbeleid pensioenfondsen**

Zeer geachte heer Blok,

1. Inleiding

In uw brief van 21 juni jl. verzoekt u om na te gaan of en in hoeverre ten gevolge van het toezicht door De Nederlandsche Bank (DNB) de investeringen van pensioenfondsen[1] in de vrije huursector worden belemmerd. Deze brief bevat een antwoord op die vraag, waarbij eerst wordt ingegaan op het algehele beleggingsbeleid van pensioenfondsen in relatie tot het toezicht voordat specifiek aandacht wordt geschonken aan de (vrije) huursector.

Ten behoeve van deze brief hebben gesprekken plaatsgevonden met diverse bestuurders van ABP, PFZW, PMT, APG, PGGM en DNB. Deze zelfde partijen hebben tevens commentaar geleverd op een eerdere versie van de brief. Deze brief betreft een weergave van de gevoerde gesprekken en het ontvangen commentaar; de brief is echter niet verzonden namens geïnterviewde partijen. De brief bevat allereerst een beschrijving van het toezichtskader en geeft vervolgens aan hoe dit kader in de praktijk in brede zin wordt gepercipieerd en gehandhaafd. Daarna volgt een appreciatie van de ruimte die het toezichtskader biedt, respectievelijk de voorwaarden waaronder die ruimte kan worden benut, met specifieke aandacht voor de vrije huursector.

Het oogmerk van deze brief is inzicht te geven in de overwegingen die spelen, respectievelijk kunnen spelen rond beleggen in Nederland. Daarbij komen als vanzelf ook toezichtsaspecten aan de orde. De brief is echter niet bedoeld, noch geschikt als vehikel voor een meer diepgaande discussie over het toezicht op pensioenfondsen. Daarvoor zou om te beginnen een formeel proces nodig zijn, dat bovendien breder van opzet zou moeten zijn geweest. Ofschoon deze brief voor zo'n proces wellicht de aanleiding kan vormen, valt een formele discussie over het toezicht dus nadrukkelijk buiten de scope van deze brief.

[1] Verzekeraars hebben al eerder de door hen gepercipieerde knelpunten in regelgeving aangedragen.

2. Samenvatting

De wet biedt via de prudent-person regel een ruime verantwoordelijkheid en vrijheid aan pensioenfondsen om het beleggingsbeleid zelf in te richten. De fondsen en uitvoerders ervaren deze vrijheid echter niet als onbegrensd. In de toezichtspraktijk doen zich met enige regelmaat situaties voor waarbij de toezichthouder en onder toezicht gestelde het beleggingsbeleid verschillend beoordelen. Dat is niet onlogisch: bij toezicht via een open – maar geen lege norm – als de prudent-person regel ligt het voor de hand dat partijen vanuit verschillende verantwoordelijkheden denken en handelen, met een dialoog over het toezicht als gevolg. Dat is eerder een kracht dan een zwakte van het toezicht. Overigens zou een vruchtbare route om verschillen van inzicht desalniettemin terug te dringen, met gelijktijdig behoud van de beleggingsvrijheid voor pensioenfondsen, kunnen zijn om na te gaan of in het toezicht gebruik kan worden gemaakt van interne risicobeheersingsmodellen. De huidige wet- en regelgeving biedt reeds de mogelijkheid om dergelijke interne risicobeheersingsmodellen te gebruiken, waar pensioenfondsen desgewenst op in zouden kunnen spelen. DNB heeft aangegeven het gesprek hierover zonder meer aan te willen gaan.

Er zijn nog twee andere redenen waarom het nuttig en nodig zou zijn om het debat te starten over het gebruik van interne risicobeheersingsmodellen in het toezicht. Ten eerste blijken verschillen van opvatting mogelijk over de te hanteren parameters in het toezicht. De regeling parameters – opgesteld door de Commissie Parameters ("commissie Don") – geeft grenswaarden (maxima) ten aanzien van de bruto rendementen op alternatieve beleggingen als niet-beursgenoteerd vastgoed, private equity en infrastructuur. Deze zijn in de ogen van pensioenfondsen problematisch. Na aftrek van kosten resteert namelijk een verwacht rendement van niet meer dan het risicovrije rendement, terwijl grotere risico's worden gelopen. Met deze parameterwaarden wordt de belangstelling voor beleggen in deze beleggingscategorieën dus afgeremd. Het gebruik van interne risicobeheersingsmodellen maakt het mogelijk om hierover het gesprek met de toezichthouder aan te gaan.

Daarnaast spelen ook recente ontwikkelingen in pensioenregelgeving een rol. Het kabinet heeft in een hoofdlijnenbrief aan de Tweede Kamer aangekondigd om bij de uitwerking van het Financieel Toetsingskader (ftk) te kiezen voor een tussenvariant in plaats van het nominale en/of het reële contract. Voor pensioenfondsen is dit van groot belang. Het wegvallen van het toekomstbeeld waarin de verplichtingen van pensioenfondsen zouden luiden in reële termen, betekent namelijk dat het voor de fondsen in principe niet meer noodzakelijk is om te zoeken naar het opbouwen van daarbij passende reële activa (zogeheten *matching assets*). Juist in de context van die laatste zoektocht passeerden ook investeringen in diverse soorten huurwoningen (gezien de inflatiegerelateerde huurinkomsten) de revue. Ondanks het wegvallen van het reële contract zullen fondsen toch willen blijven streven naar zo veel mogelijk waardevaste pensioenen. Het hanteren van interne risicobeheersingsmodellen zou ook hier van waarde kunnen zijn in de beoordeling in hoeverre de opbouw van *matching assets* passend zou zijn in de totale beleggingsmix.

Tot slot volgt uit deze brief dat het toezichtskader zeker ruimte biedt voor een vergroting van de belangen van pensioenfondsen in Nederland. Deze ruimte is echter zeker niet onbegrensd: aangezien het aandeel van beleggingen in Nederland in de totale portefeuille al aanzienlijk is, kan een verdere uitbreiding al snel een verhoging van het concentratierisico betekenen. Hoe dan ook zullen bij elke verdere uitbreiding steeds scherpere vragen worden gesteld. Tegen deze achtergrond zullen additionele beleggingen in Nederland zullen slechts dan tot stand komen, indien deze uiteraard marktconform zijn, maar vooral ook waardevolle aanvullingen vormen op de bestaande portefeuilles van pensioenfondsen. Die laatste voorwaarde brengt onder andere met zich mee dat de overheid op onderdelen ook haar eigen beleid tegen het licht zal moeten houden, bijvoorbeeld ten aanzien van de (vrije) huursector als het gaat om het vrijgeven van de verkoopregels rond verkoop van woningcomplexen en het mogelijk maken van inflatievergoeding op leningen aan woningbouwcorporaties. Extra beleggingen in Nederland zullen met andere woorden naast uiterste zorgvuldigheid, vooral ook een proces van gezamenlijkheid vergen.

3. Het toezicht: de regelgeving en de uitvoeringspraktijk

a. Prudent person-regel in Nederlandse pensioenwetgeving[2]

In Nederland wordt het beleggingsbeleid van pensioenfondsen al sinds 1952 gedomineerd door een open norm: de prudent-person regel [3]. Binnen een prudent-person regel zijn er geen kwantitatieve restricties van beleggingen in bepaalde vermogenscategorieën, maar is sprake van *principle-based* wet- en regelgeving. Het begrip prudent-person regel is momenteel in Nederland wettelijk verankerd in artikel 135, lid 1 van de Pensioenwet (PW): "*Een pensioenfonds voert een beleggingsbeleid dat in overeenstemming is met de prudent-person regel [...].*"[4] Tevens verplicht artikel 135, lid 1 PW pensioenfondsen om een beleggingsbeleid te voeren dat "*met name gebaseerd is op de volgende uitgangspunten*", die enige duiding geven aan de prudent-person regel:

- de waarden moeten worden belegd in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden (sub a);
- beleggingen in de bijdragende onderneming blijven beperkt tot maximaal 5 procent van de portefeuille als geheel. Indien de bijdragende onderneming tot een groep behoort, geldt voor de beleggingen in de andere ondernemingen van die groep een grens van maximaal 10 procent van de portefeuille als geheel (sub b);
- de beleggingen worden gewaardeerd op basis van marktwaardering (sub c).

Zoals uit artikel 135, lid 1 PW blijkt, worden niet de afzonderlijke beleggingen, maar wordt de beleggingsportefeuille als geheel beoordeeld: "*de prudent person-regel richt zich op het totaal. Daarbinnen is het dus heel goed mogelijk dat individuele beleggingen een hoger risico meebrengen.*" In het ftk wordt het een en ander zodanig aangescherpt dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille zijn gewaarborgd[5]. Zo dienen niet-genoteerde beleggingen tot een prudent niveau beperkt te blijven, mogen derivaten niet offensief worden ingezet en moet men concentratierisico en risicoaccumulatie vermijden. Resumerend hebben pensioenfondsen volgens de wet een ruime vrijheid en verantwoordelijkheid om zelf hun beleggingsbeleid in te richten, zolang het aan de prudent-person regel voldoet. DNB toetst en beoordeelt het beleggingsbeleid en risicobeheer achteraf.

b. De prudent person-regel in de praktijk: perceptie en handhaving

Laat de *regelgeving* omtrent de prudent-person regel een ruime verantwoordelijkheid aan de fondsen, als het gaat om de *praktijk* van het toezicht treden er accentverschillen voor de dag in de beleving van de geïnterviewde betrokkenen. Het zoeken naar een optimale interpretatie van de prudent-person regel vraagt daarbij langs meerdere assen om flexibiliteit: zowel op een bepaald moment in de tijd tussen verschillende instellingen als voor een gegeven instelling over de tijd heen. Dit leidt logischerwijs tot een dialoog over waar de grens van het toegestane precies ligt.

---

[2] De teksten in deze paragraaf zijn deels ontleend aan: Leeuwen, J. van, (2012) *Toezicht door DNB op de toepassing van de prudent person-regel in relatie tot het nieuwe pensioencontract* (Tilburg: Netspar) & Actuarieel Genootschap (2012) *Prudent Person-regel Beleggingsbeleid* (Utrecht: AG Werkgroep Prudent-Person).

[3] Zo verplichtte in eerste instantie de Pensioen- en spaarfondsenwet (PSW) pensioenfondsen om op 'solide wijze' te beleggen, zonder verdere duiding te geven aan wat precies onder solide beleggingsbeleid moest worden verstaan.

[4] Daarnaast is de prudent-person regel verankerd in art 130 van de Wet verplichte beroepspensioenregeling (Wvb) en nader uitgewerkt in artikel 13 van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen (Besluit Ftk). Overigens is de huidige nationale verankering van de prudent-person regel gebaseerd op Europese regelgeving, die is vastgelegd in de IORP-richtlijn uit 2006. De IORP richtlijn heet voluit de "*Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision*". Zowel de IORP richtlijn als de nationale wetgeving geven geen definitie van het begrip '*prudent-person*'.

[5] Artikel 13 Besluit Ftk.

In de beleving van DNB is er veel ruimte voor een eigen beleggingsbeleid van de fondsen, waarbij DNB aangeeft van geval tot geval te toetsen of het beleggingsbeleid in lijn is met de prudent-person regel [6]. DNB onderbouwt haar opvatting onder meer met een verwijzing naar het beperkte aantal gevallen waarin zij een formele aanwijzing heeft verstrekt. Uit gesprekken met de pensioenfondsen en uitvoerders werd echter duidelijk dat die partijen het toezicht van DNB soms als indringend ervaren, zowel qua vorm van het toezichtsgesprek als om de inhoud van onderliggende toezichtsaangelegenheden. De prudent-person regel *an sich* wordt vanuit de pensioenfondsen en uitvoerders nadrukkelijk niet als belemmerend beschouwd.

Vorm van het toezichtsgesprek

Als het gaat om de *vorm* van het toezichtsgesprek, dan blijken pensioenfondsen ten aanzien van hun beleggingsbeleid soms te worden geconfronteerd met relatief uitgebreide vragenlijsten en beleggingsonderzoeken, die door hen worden ervaren als een inperking van de door de wet beoogde beleggingsvrijheid. Daarnaast komt in toezichtsgesprekken ook aan de orde welke beleggingsstrategieën meer of minder gewenst zijn. De geïnterviewde fondsen en uitvoerders geven aan in zulke situaties de opstelling van DNB soms als richtinggevend of zelfs sturend te ervaren.

Opvallend is dat DNB slechts in enkele gevallen een formele aanwijzing heeft gegeven. Tegelijkertijd kan een aanwijzing van de toezichthouder worden gezien als de hoogste trede van een escalatieladder. Voordat die hoogste trede wordt bereikt zijn er diverse, ook meer informele, signalen die de toezichthouder kan afgeven om een gedragsaanpassing bij de onder toezicht staande instellingen te bewerkstelligen. In de praktijk kan het toezicht daarom restrictiever zijn dan het beperkte aantal formele aanwijzingen suggereert.

Inhoud van onderliggende toezichtsaangelegenheden

Als het gaat om de *inhoud* van toezichtsaangelegenheden, zijn er ook enkele specifieke kanalen waarlangs het toezicht van invloed kan zijn op beleggingsbeslissingen. Zo spitst in de dagelijkse praktijk de discussie tussen DNB en de onder toezicht staande instellingen zich qua inhoud veelal toe op de volgende beleggingsaspecten[7]:

I. Concentratierisico's bij beleggingen: dit kan betrekking hebben op diverse niveaus (e.g. manager, regio (geografie), debiteur, tegenpartijen, sector), waarbij ook rekening gehouden moet worden met onderlinge correlaties;
II. Complexiteit van de beleggingen en specifieke kennis over die beleggingen bij de bestuurders van pensioenfondsen: een product dient begrepen te worden qua werking en toegevoegde waarde;
III. Wijze waarop de waardering van sommige beleggingen of beleggingscategorieën tot stand komt: bij niet-genoteerde beleggingen dienen deze onafhankelijk, transparant en redelijk te zijn; *en*
IV. Illiquiditeit van diverse typen beleggingen: deze dient de beheersbaarheid en prijsvorming niet te ondermijnen.

Met nadruk zij gesteld dat er dus geen regelgeving is die rechtstreeks betrekking heeft op de (geografische) locatie van beleggingen of beleggingscategorieën. Wel is er regelgeving die betrekking heeft op de aard van de beleggingen, en die in de praktijk tot gevolg kan hebben dat beleggingen in Nederland meer of minder aantrekkelijk worden. Een voor de hand liggend voorbeeld vormt de behoefte om al te grote risicoconcentratie (punt I hierboven) tegen te gaan: gegeven het feit dat de pensioensector al substantieel in Nederland beleggen (zie paragraaf vier), wordt elke verdere uitbreiding van dat aandeel aan steeds sterkere toetsing onderworpen.

[6] Zie ook de brief van DNB d.d. 15 juli jl.
[7] Zie ook 'Verklaring inzake Beleggingsbeginselen', PMT, d.d. 25 juni 2013.

Een ander voorbeeld betreft de perceptie ten aanzien van inflatierisico's. Bezien vanuit het perspectief van de fondsen kan exposure naar vreemde valuta's van toegevoegde waarde zijn (punt II hierboven). Immers het streven is uiteindelijk om de eigen deelnemers een waardevast pensioen te bieden, en de wisselkoers kan worden beschouwd als een van de bouwstenen van de toekomstige koopkracht (via de import van goederen en diensten). Tegelijkertijd, geldt vanuit toezichtsoogpunt de al even logische wens om de deze buitenlandse inflatie-exposure te hedgen vanuit het streven naar risicobeheersing.

Daarnaast blijken er verschillen van opvatting mogelijk tussen DNB en pensioenfondsen over de te hanteren parameters in het toezicht. De regeling parameters – opgesteld door de Commissie Parameters ("commissie Don") – geeft grenswaarden (maxima) ten aanzien van de bruto rendementen op alternatieve beleggingen als niet-beursgenoteerd vastgoed, private equity en infrastructuur (punt III en IV hierboven). Deze zijn in de ogen van pensioenfondsen vastgesteld op grond van een onzuivere onderbouwing. Na aftrek van kosten resteert namelijk een verwacht rendement van niet meer dan het risicovrije rendement, bij hogere risico's. Zo wordt de belangstelling voor beleggen in deze beleggingscategorieën afgeremd, volgens de fondsen.

Kwantitatieve restricties
Overigens is het de vraag, of het heel verwonderlijk is dat onder toezicht staande instellingen het toezicht als restrictiever ervaren dan het beeld dat DNB heeft bij zijn eigen beleid. Immers, in algemene termen valt goed in te zien wat verstandig beleggingsbeleid is, en ook wat onverstandig beleggingsbeleid is, maar de grens tussen die twee valt niet altijd scherp te definiëren. De grens kan ook over de tijd variëren, bijvoorbeeld omdat (percepties van) risico's over de tijd kunnen variëren. Ook daarom is het hebben van een debat tussen toezichthouder en onder toezicht gestelde een logische consequentie van regelgeving via een open, maar geen lege, norm. Die norm biedt de betrokken partijen de mogelijkheid om met elkaar een debat aan te gaan waarin het zwaarste argument het zwaarste weegt. Het alternatief voor een open norm als de prudent-person regel zou zijn om kwantitatieve normen in te stellen. Dan is er aanzienlijk minder aanleiding voor afwijkende interpretaties en discussie, wat bezien vanuit de positie van de toezichthouder wenselijk kan zijn, maar is er tegelijkertijd ook minder vrijheid voor de fondsen om op portefeuilleniveau rendement/risico te optimaliseren.

Mogelijk nut van interne risicobeheersingsmodellen
Er is een meer voor de hand liggende mogelijke oplossing om verschillen van inzicht tussen fondsen en de toezichthouder als gevolg van de huidige vorm van het toezichtsgesprek en de inhoud van toezichtsaangelegenheden, te verminderen. Dat kan door het gebruik van interne risicobeheersingsmodellen.

Momenteel bepalen pensioenfondsen met het standaardmodel van DNB het zogeheten vereist eigen vermogen (VEV)[8]. Het VEV is erop gericht dat pensioenverplichtingen daadwerkelijk met een hoge mate van zekerheid kunnen worden nagekomen: naarmate een pensioenfonds meer beleggingsrisico loopt, is een hoger VEV nodig[9].

In geval van interne risicobeheersingsmodellen zijn de pensioenfondsen zélf verantwoordelijk voor een, door de toezichthouder te accorderen, risicobeheersingsmodel ten behoeve van de inrichting van de beleggingsportefeuille, en kunnen de fondsen tegelijkertijd binnen dat beheersingskader hun precieze

[8] Als voorgeschreven door de risico-gebaseerde solvabiliteitseisen De betreffende regelgeving is onder meer vastgelegd in de Pensioenwet (artikel 132), het Besluit Ftk (artikel 12), en de Regeling Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling (artikel 24 en 25).
[9] Het VEV wordt zodanig vastgesteld dat met een zekerheid van 97,5 procent wordt voorkomen dat een pensioenfonds binnen een periode van één jaar over minder waarden beschikt dan de hoogte van de technische voorzieningen. Zie ook wat DNB meldt in haar brief d.d. 15 juli jl.

beleggingsallocatie vrij bepalen[10]. Hierbij kan de door de prudent-person regel gefaciliteerde beleggingsvrijheid van pensioenfondsen op een verantwoorde manier gewaarborgd blijven. Wat dat betreft kan het gebruik van interne risicobeheersingsmodellen, gelijk de prudent-person regel die zich richt op het totaal van beleggingen, juist worden gezien als een erkenning van de eigen beleidsruimte van pensioenfondsen. De huidige wet- en regelgeving biedt reeds de mogelijkheid om interne risicobeheersingsmodellen te gebruiken, waar pensioenfondsen en hun uitvoerders desgewenst op in zouden kunnen spelen. DNB heeft aangegeven het gesprek met de fondsen en uitvoerders omtrent de (on)mogelijkheden van interne risicobeheersingsmodellen zonder meer aan te willen gaan.

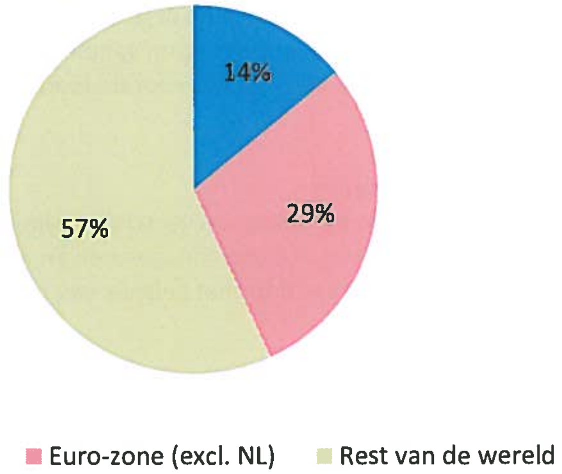
4. Beleggingsbeleid van pensioenfondsen

a. Uitgangspunten & invulling van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen

Het primaire doel van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen is te zorgen voor een zo goed en betaalbaar mogelijk pensioen voor de deelnemers. Binnen het beleggingsbeleid werkt de prudent-person regel als toetssteen. De bestaande exposure naar Nederland is dan ook uit vrije wil tot stand gekomen. De exacte (geografische) samenstelling van de onderliggende beleggingsportefeuille is daarbij niet een doel, maar een uitkomst van het beleggingsbeleid.

Geografisch bezien, zie ook figuur 1, beleggen Nederlandse pensioenfondsen momenteel gemiddeld 14 procent van hun vermogen in Nederland[11], in totaal een bedrag van ±135 miljard euro (±23 procent bbp). Ter indicatie, Nederland maakt ongeveer 1 procent uit van de wereldeconomie. Nederlandse pensioenfondsen zijn dus "overwogen" in Nederland. Een belangrijke verklaring voor deze overweging is de natuurlijke bekendheid (*home bias*) van Nederlandse pensioenfondsen met de Nederlandse markten[12].

Figuur 1. Geografische spreiding beleggingen Nederlandse pensioenfondsen[13]



Echter, het is tegelijkertijd onwenselijk dat deelnemers voor de ontwikkeling van zowel hun inkomen als hun vermogen (te veel) afhankelijk zijn van de Nederlandse economie, aandelen- en huizenmarkt (het

[10] Wat dat betreft lijkt het mogelijk gebruik van interne risicobeheersingsmodellen vooral van toepassing op die partijen die over voldoende capaciteit en bijbehorende deskundigheid beschikken.

[11] DNBulletin: *'Vermogen pensioenfondsen voor 14 procent belegd in Nederland'* (27 augustus 2013).

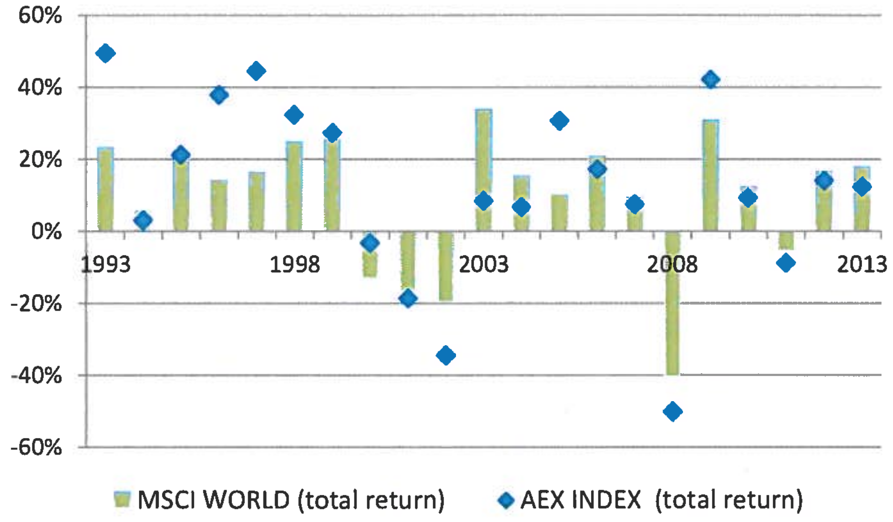
[12] Hierbij moet worden gerealiseerd dat naar de toekomst toe de groeipotentie van landen en regio's verschilt. De economische groei in West-Europa zal naar verwachting lager zijn dan in andere delen van de wereld, mede doordat West-Europa in grotere mate vergrijst, hetgeen een negatieve impact heeft op het rendement op kapitaal. Pensioenfondsen kijken dan ook in toenemende mate naar de groeiregio's, maar ook naar Nederlandse bedrijven die in die regio's actief zijn.

[13] DNBulletin: *'Vermogen pensioenfondsen voor 14 procent belegd in Nederland'* (27 augustus 2013).

zogeheten 'stapelingsrisico'). Immers, doordat pensioenfondsen wereldwijd gespreid beleggen, is de pensioenaanspraak een relatief stabiele component in het vermogen van deelnemers. Wat gebeurt er nu als pensioenfondsen substantieel meer gaan beleggen in Nederland? Dan wordt ook het pensioen in toenemende mate afhankelijk van de lotgevallen van de Nederlandse economie. In dat geval leidt een economische neergang niet alleen tot verlies van huidig vermogen en huidig inkomen, maar ook tot een verlies van pensioenvermogen en daarmee van toekomstig inkomen.

Bovendien kan een (substantieel) grotere exposure naar de Nederlandse economie tot grotere fluctuaties in het pensioenresultaat leiden. Ter illustratie, in onderstaand figuur wordt het behaalde rendement op basis van *total return* (inclusief dividend) van de AEX vergeleken met de MSCI World (deze index bevat de algehele wereldwijde aandelenperformance), bezien over de afgelopen 20 jaar. Hieruit blijkt dat een grotere binnenlandse concentratie resulteert in een sterkere fluctuatie van het rendement, wat vanuit het perspectief van de deelnemer op een stabiel pensioen zonder meer onwenselijk is.

Figuur 2. Sterkere binnenlandse concentratie geeft sterkere fluctuaties in rendement[14]



b. *Behoefte aan nieuwe, marktconforme beleggingsproposities in Nederland*

De geïnterviewde fondsen en uitvoerders geven aan dat het huidige beleggingsoptimum wel met enige flexibiliteit is omgeven: enige variatie is mogelijk zonder dat het beleggingsbeleid daarmee direct uit het optimum vandaan wordt gedwongen. Zo is er binnen de noordelijke landen van de eurozone een substitutie mogelijk ten aanzien van vele *asset* categorieën (e.g. hypotheken, infrastructuur, vastgoed). In theorie zouden pensioenfondsen verdergaand in Nederland kunnen beleggen, mits de onderliggende beleggingsproposities dusdanige karakteristieken vertonen dat ook na de herschikking nog steeds wordt voldaan aan de voorwaarde van een optimaal samengestelde beleggingsportefeuille. Andersom geredeneerd: de reden dat pensioenfondsen niet meer in Nederland beleggen is mede gelegen in het feit dat aanvullende marktconforme beleggingen momenteel ontbreken. Dit terwijl de geïnterviewde fondsen en uitvoerders aangeven in potentie diverse mogelijkheden te zien om meer te beleggen in Nederland.

Om de beleggingsexposure van pensioenfondsen naar Nederland te vergroten is het dan ook wenselijk dat de juiste, nieuwe beleggingsproposities worden gecreëerd, met aangescherpte risico/rendementsprofielen, waardoor een grotere exposure naar Nederland niet ten koste gaat van het belang van de deelnemer (lees

[14] Als proxy voor het jaar 2013 zijn de *year-to-date* rendementen gebruikt ultimo 30-09-2013. Hierbij zij verder aangetekend dat lang niet alle Nederlandse beleggingen van pensioenfondsen aan hetzelfde risico zijn blootgesteld als aandelen: een aanzienlijk deel is belegd in relatief veilige beleggingen als staatsobligaties en gedekte, kortlopende deposito's.

hogere rendementen bij een gelijkblijvend risico of gelijkblijvende rendementen bij een lager risico, bijvoorbeeld via garanties). Daarbij gaat het overigens vooral om die *asset* categorieën die de Nederlandse economie fundamenteel schragen, en niet zozeer om 'risicovrije' (staats)obligaties of beursgenoteerde zakelijke waarden die veel uitstraling hebben naar buitenlandse markten.

5. Beleggen in Nederland: niet alleen een zaak voor beleggers

a. Algemeen

Nieuwe beleggingen in Nederland dienen dus iets toevoegen aan de bestaande portefeuille, zodat de toename van onder andere de eerder genoemde concentratie ook gerechtvaardigd is. Met die gedachte in het achterhoofd verdient het aanbeveling dat de overheid randvoorwaarden schept waardoor het voor pensioenfondsen aantrekkelijk en verantwoord wordt om meer te beleggen in Nederland. Maar net zoals pensioenfondsen en anderen marktpartijen, voorwaarden hebben, heeft de overheid deze ook. Voor haar geldt dat zij haar risico-exposure en uitgaven niet wil vergroten. Dit is begrijpelijk.

Om meer beleggen in Nederland mogelijk en aantrekkelijk te maken is het dus zaak om samen te zoeken naar initiatieven waarbij alle betrokken partijen, iets te winnen hebben. Hierbij is het van belang dat, juist om het principe van vrijheid in gebondenheid vanuit de prudent-person regel te waarborgen, naast de overheid en diverse marktpartijen van begin af aan DNB wordt betrokken om zo het van toepassing zijnde toezicht en de bijbehorende regelgeving gelijke tred te laten houden met de te creëren beleggingspropositie[15]. Wat dat betreft heeft het periodieke kabinetsoverleg met institutionele beleggers (in potentie) veel opgeleverd.

Enkele voorbeelden van (beleids)terreinen waar de overheid door middel van een faciliterende opstelling pensioenfondsen, en mogelijk andere institutionele beleggers, kan verleiden tot een verantwoorde grotere exposure naar de Nederlandse economie:

I. *De Nederlandse Hypotheekinstelling (NHI):* De mogelijke oprichting van een NHI leidt er enerzijds toe dat de Staat niet meer risico loopt dan zij al deed aangezien de NHI uitsluitend betrekking heeft op NHG-hypotheken, waarop al een garantie zat, en de Staat een kostendekkende premie ontvangt voor eventuele restrisico's. Anderzijds bieden de obligaties die de NHI uitgeeft een aantrekkelijke propositie voor binnenlandse en buitenlandse langer termijn investeerders[16].

II. *Beleggingen gekoppeld aan de Nederlandse inflatie:* Beleggingen die van nature de Nederlandse inflatie volgen zijn een interessante beleggingscategorie voor Nederlandse pensioenfondsen omdat via de indexatieambitie van de pensioenopbouw en uitkeringen hun verplichtingen daaraan gekoppeld zijn. Tot op heden bestaat er nauwelijks een markt voor beleggingen gekoppeld aan de Nederlandse inflatie, mede door restricties in het overheidsbeleid[17].

III. *Adequate investor relations*: Buiten Nederland zijn diverse voorbeelden te vinden waarbij de overheid institutionele beleggers weet te verleiden tot (extra) investeringen in hun land. In het Verenigd Koninkrijk bijvoorbeeld heeft de regering het initiatief genomen om haar relaties met strategisch belangrijke internationale investeerders (bedrijven, pensioenfondsen en *Sovereign Wealth Funds*) te stroomlijnen en te intensiveren door middel van het zogeheten *Strategic Relationship Management* programma[18]. Dit programma heeft als doelstelling zowel de lange

[15] Bijvoorbeeld door snel de haalbaarheid van een verlangde belegging(svoorwaarde) te taxeren en waar mogelijk van toepassing zijnde wet- en regelgeving op een deugdelijke wijze aan te passen.

[16] Zie ook het 'Rapport Commissie Alternatieve Financieringsarrangementen Woningmarkt' (10 september 2013).

[17] Zo is de Nederlandse Staat tot op heden nooit overgegaan op het uitgeven van geïndexeerde staatschuld, in tegenstelling tot bijvoorbeeld Duitsland, Frankrijk en Italië.

[18] Dit *Strategic Relationship Management* programma wordt geleid door UK Trade & Investment. Wereldwijd is gekeken welke bedrijven en instellingen hiervoor in aanmerking komen. Vervolgens zijn rond deze, momenteel +70, partijen *cross-government* account teams gevormd. Elk bedrijf heeft een Britse Minister alsmede een hoge ambtenaar toegewezen gekregen die verantwoordelijk zijn voor het onderhouden van de relatie met het betreffende bedrijf.

termijn belangen van betrokken investeerders alsmede de economische belangen van de Britse regering te dienen, onder andere door investeerders een *single route into government* te bieden die vervolgens wordt gekoppeld aan de investeringsbehoefte en beleidsprioriteiten van de Britse overheid. Op het gebied van het aantrekken van private investeringen in projecten die van belang zijn voor de Britse economie, zoals bijvoorbeeld duurzame infrastructuur en energie, werpt deze strategische aanpak zijn vruchten af en wordt zeer gewaardeerd door de betrokken investeerders. Volgens de gesproken fondsen en uitvoerders is een dergelijke betrouwbare overheid op de lange termijn van essentieel belang. Onzekerheid over mogelijke wet- en regelgeving en/of zijwindgevoeligheid van overheidsbeleid dragen niet bij aan het gewenste beleggingsklimaat vanuit het perspectief van institutionele beleggers. Integendeel, het zorgt er voor dat ten aanzien van diverse sectoren eerder naar het buitenland wordt gekeken. Een concreet voorbeeld hiervan betreft de potentie voor investeringen in Nederlandse energie-infrastructuur, waar de toegestane rendementen op eigen vermogen voor Nederlandse netbeheerders onder invloed van het recent gepubliceerde methodebesluit significant lager zijn komen te liggen dan in naburige landen[19]. De met Prinsjesdag aangekondigde *Nederlandse Investeringsinstelling* (NII) kan, mits goed uitgewerkt, de *investor relations* ten aanzien van (inter)nationale institutionele beleggers schragen en mogelijk resulteren in aantrekkelijke, nieuwe, binnenlandse beleggingsproposities[20]. In dit licht zouden de gesproken fondsen en uitvoerders het uitbouwen van de makelaarsfunctie, die de NII in de huidige voorgenomen plannen op zich gaat nemen, naar een meer volwaardig investeringsvehikel als een belangrijke stap zien in de Nederlandse *investor relations*.

b. Specifiek ten aanzien van de (vrije) huursector

Vanuit het perspectief van pensioenfondsen is er een belangrijke karakteristiek van de Nederlandse huursector die deze sector tot een (potentieel) interessante beleggingscategorie maakt, namelijk de natuurlijke aanwezigheid van stabiele, aan de inflatie gerelateerde huurstromen. Lange termijn financiering met een natuurlijke inflatiecomponent, zoals financiering gebaseerd op huurinkomsten ten behoeve van woningcorporaties, kunnen wat dat betreft een mogelijk alternatief zijn voor (het gemis van) inflatiegekoppelde staatsobligaties[21]. Verhuurders kunnen eveneens belang hebben bij inflatiegekoppelde langlopende financiering: hun ondernemingsrisico wordt lager doordat zowel hun inkomsten als uitgaven van dezelfde beweging (inflatie) afhankelijk zijn[22].

Daarnaast spelen ook recente ontwikkelingen in pensioenregelgeving een rol. Het kabinet heeft in een hoofdlijnenbrief aan de Tweede Kamer aangekondigd om bij de uitwerking van het Financieel Toetsingskader (ftk) te kiezen voor een tussenvariant in plaats van het nominale en/of het reële contract. Dit onderstreept opnieuw het mogelijk nut van het gebruik van interne risicobeheersingsmodellen, als beschreven in paragraaf 3b. Immers, het wegvallen van het toekomstbeeld waarin de verplichtingen van pensioenfondsen zouden luiden in reële termen, betekent namelijk dat het voor de fondsen in principe niet meer noodzakelijk is om te zoeken naar het opbouwen van daarbij passende reële activa (zogeheten *matching assets*). Juist in de context van die laatste zoektocht passeerden ook investeringen in diverse soorten huurwoningen (gezien de inflatiegerelateerde huurinkomsten) de revue. Ondanks het wegvallen van het reële contract zullen fondsen toch willen blijven streven naar zo veel mogelijk waardevaste pensioenen.

---

[19] ACM, 'Methodebesluit regionaal netbeheer gas (2014-2016)', 2 oktober 2013.

[20] Zie ook de intentieverklaring '*Investeren in - de toekomst van - Nederland*' namens de deelnemers van het kabinetsoverleg met institutionele beleggers.

[21] Een recent eerste voorbeeld van inflatiegerelateerde vergoeding, is het proefproject waarbij institutionele beleggers de weguitbreiding van Rijksweg N33 financieren, en daarvoor een vergoeding ontvangen die is gekoppeld aan de inflatie. Dit mag als een doorbraak worden gezien aangezien dit nog niet eerder mogelijk werd gemaakt door de Nederlandse overheid. Onlangs hebben de Ministers van Financiën en Infrastructuur en Milieu dit N33-project geëvalueerd en het als succesvol bestempeld. Vooralsnog is het echter wachten op een vervolg.

[22] Hierdoor ontstaat een betere matching van de kasstromen.

Ten aanzien van de marktpotentie om te investeren in de vrije huursector blijkt uit de '*Circulaire verkoop corporatiewoningen*' die in is gegaan per 1 oktober jl. dat corporaties geliberaliseerde en te liberaliseren huurwoningen kunnen verkopen (geen verplichting) aan (institutionele) beleggers tegen de (getaxeerde) marktwaarde in verhuurde staat. De huurovereenkomst en huurbescherming blijven hierbij onaangetast. Dit komt in plaats van de huidige ingewikkelde staffel, gebaseerd op de leegwaarde. Het zou op deze manier eenvoudiger voor institutionele beleggers moeten worden om gedeeltes van het corporatiebezit over te nemen.

Rond het splitsen van het bezit worden echter nog knelpunten geconstateerd die de verkoopbaarheid nadelig kunnen beïnvloeden. Zo is het in geval van splitsen niet eenvoudig om per portiek een scheiding te maken tussen DAEB en niet-DAEB woningen. De huidige verkoopregels omtrent het vervreemden en met name de 10-procentnorm kunnen hier restrictief werken. Indien in een complex meer dan 10 procent van de woningen een maximale huur van onder de huurtoeslaggrens kent, wordt het gehele complex als sociaal beschouwd en worden daarmee hiervoor niet de verkoopregels versoepeld. De vrees bestaat dat aldus onvoldoende complexen verkocht kunnen worden om enerzijds een interessante portefeuille te vormen voor institutionele beleggers en anderzijds de corporaties vermogen te verschaffen om in te zetten voor het bedienen van de sociale doelgroep.

Mede op basis van bovengenoemde constateringen onderzoekt de commissie Alternatieve Financieringsarrangementen Woningmarkt-II momenteel diverse routes die een bijdrage zouden kunnen leveren aan de, toekomstige, (her)financieringsbehoeftes in de huurmarkt.

Ten slotte, pensioenfondsen zijn lange termijn beleggers bij gratie van de huidige (inter)nationale regelgeving. Het verdient aanbeveling om bij aanpassingen van regelgeving specifiek aandacht te besteden aan de vraag welke invloed de aanpassingen (indirect) zullen hebben op deze rol van pensioenfondsen. Concreet betekent dit, dat bij voorgenomen regelgeving expliciet aandacht wordt besteed aan de vraag, welke gevolgen de regelgeving heeft voor het beleggingsgedrag van de fondsen. Eventuele negatieve gevolgen voor dat gedrag hoeven dan niet te betekenen dat de regelgeving wordt ingetrokken – als de consequenties maar helder zijn en met open ogen worden aanvaard.

Hoogachtend,

Dr. T.R.P.J. Kroes